

Transposition de la directive sur les contrats de garanties financières

La transposition de la directive sur les contrats de garanties financières a été parachevée par l'ordonnance du 24 février 2005 qui modifie les articles L431-7 et suivants du Code monétaire et financier (Comofi). Le régime antérieur des garanties financières en France répondait déjà largement aux exigences de la directive et les changements introduits par l'ordonnance ont porté principalement sur deux points.

- *L'extension de la compensation globale avec déchéance du terme à l'ensemble des opérations nées entre institutions réglementées, qu'elles résultent d'opérations sur titres ou non. On peut parler d'une véritable « compensation globale universelle ».*
- *La création, à côté des garanties financières classiques (gage de compte d'instruments financiers (CIF), pension livrée, prêt de titres) de « garanties sui generis » complètement dépourvues de formalisme et pouvant prévoir une réutilisation des actifs remis par le bénéficiaire (« re-use »), même lorsque la garantie a été constituée à titre de sûreté. De plus, toutes ces garanties échappent désormais aux suspensions et aux remises en cause nées de procédures collectives affectant le constituant à l'instar de ce qui était déjà prévu pour les garanties constituées dans le cadre de systèmes de paiement. Elles sont, en outre, protégées contre les actions individuelles (voies d'exécution) susceptibles d'être conduites en dehors du cas de procédures collectives.*

La France utilise partiellement la faculté d'« opt-out » permise par la directive, en excluant les personnes autres que les institutions réglementées du bénéfice de la directive pour la compensation globale ou les remises en garantie, sauf lorsque ces dernières résultent d'opérations sur instruments financiers. En revanche, la transposition française va au-delà de ce qu'exige la directive puisque, outre la mise en place d'une compensation globale universelle entre institutions réglementées, les actifs susceptibles d'être remis en garantie et de bénéficier du régime exorbitant du droit commun couvrent non seulement les instruments financiers et les espèces, mais également les effets de commerce et les créances.

Marcel-Éric TERRET
Direction des Services juridiques
Service des Études juridiques

La directive européenne 2002-47 du 6 juin 2002 concernant les contrats de garanties financières a été transposée en France par l'ordonnance 2005-171 du 24 février 2005¹. Les quatorze mois de retard de la transposition par rapport au calendrier prévu par la directive sont largement compensés par le caractère innovant du texte français et l'ampleur de la réforme. La création d'un vaste champ pour le développement de garanties « *sui generis* » pourrait entraîner un bouleversement du paysage des garanties financières aussi important que l'a été la création des titres de créances négociables (TCN) en 1985. De même que les TCN ont permis de faire la jonction entre le marché monétaire et le marché des valeurs mobilières, la création de nouvelles garanties « *sui generis* » et la possibilité de réutilisation des titres nantis devraient permettre de combler l'espace ouvert par la dichotomie traditionnelle entre garanties classiques sous forme de sûreté (tel que le gage) et garanties translatives de propriété (telle que la pension livrée).

Le cloisonnement qui résulte de cette dichotomie était perçu comme de plus en plus contraignant, alors que le marché des garanties connaît depuis plusieurs années un développement exceptionnel, parallèle à celui des opérations financières sous-jacentes qu'elles garantissent, au point de les égaler en importance et de se confondre avec celles-ci. Il est utile pour le juriste comme pour l'acteur du marché de faire un bref tour d'horizon du marché des garanties financières et des risques qui l'affectent (cf. section 1) afin de mieux saisir, d'une part, la portée des dispositions de la directive « garanties financières » (cf. section 2) et, d'autre part, l'originalité de sa transposition en droit français (cf. section 3).

1. Le marché des garanties et ses risques

Bien que spécialement conçues pour prévenir le risque de contrepartie, les garanties classiques ne sont pas totalement efficaces. Des risques subsistent, dus principalement à leur inefficacité relative en cas d'ouverture d'une procédure collective consécutive à une faillite. Ces risques sont devenus d'autant plus importants que les marchés financiers se sont internationalisés et voient se multiplier les risques de conflits de loi concernant ces procédures collectives.

1.1. Le développement du marché des garanties financières

Le vocable « garantie financière » (« collatéral » selon le néologisme inspiré par l'anglais) est souvent utilisé de manière générique pour désigner des méthodes de couverture contre tous types de risques, y compris les risques de marchés, tels que le risque de taux et le risque de change. On y trouve pêle-mêle, différentes techniques de « *hedging* », des produits dérivés, des règles prudentielles de couverture, voire des montages juridiques complexes, connus sous le nom de financements de mezzanine et de produits synthétiques. Néanmoins, pour les juristes, il convient de réserver l'expression « garanties financières » aux seules techniques juridiques qui ont pour but de réduire le risque de contrepartie. Le risque de contrepartie est un risque essentiellement juridique, puisqu'il tient

¹ Ordonnance 2005-171 du 24 février 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garantie financière (Journal officiel n° 47 du 25 février 2005 page 3254 texte n° 40)

au respect de leurs engagements par les différentes parties à un contrat. Ce risque de contrepartie est couvert, soit par l'engagement d'un tiers qui se substituera au débiteur d'une obligation (on parle alors de garantie personnelle), soit par la remise par le débiteur lui-même, le « constituant »², au créancier « bénéficiaire » de titres, d'espèces ou de tous autres biens dont la propriété sera définitivement transférée au dernier si le premier ne s'acquitte pas de ses obligations (on parle alors de garanties réelles).

1.1.1. Le recours systématique aux garanties financières

La plupart des opérations financières sont aujourd'hui assorties de garanties réelles qui en assurent la sécurité et la bonne fin. La pratique des garanties est très ancienne : le gage remonte à l'époque romaine et la banque est née avec les monts de piété et le réescompte. Certes, les crédits aux particuliers connaissent encore assez peu la pratique des garanties, à l'exception du crédit immobilier qui bénéficie de deux garanties propres : l'hypothèque et le privilège du prêteur de deniers. Les banques préfèrent assurer elles-mêmes leurs crédits aux particuliers, moyennant une augmentation de la marge. Il en va différemment des crédits aux petites et moyennes entreprises, pratiquement tous assortis de garanties personnelles (cautions des associés, lettres d'intention des maisons mères) ou réelles (nantissement sur l'outillage, sur des titres de filiales, prise en pension, clauses de réserve de propriété, cessions Dailly, warrant et crédits documentaires, etc.). *A fortiori*, les crédits interbancaires, qu'ils résultent de découverts intra journaliers résultant d'achats de devises ou d'opérations de couverture (*intraday credits*) ou d'engagements à vingt-quatre heures ou davantage contractés par des établissements à faible capacité de collecte (*overnight credits*), font l'objet d'une couverture systématique par des garanties.

Une telle couverture des opérations est quelquefois obligatoire en raison des règlements intérieurs de certains marchés (obligations de couverture de la position nette par dépôt de garantie sur les marchés à terme) ou des systèmes de paiement ou de règlement-livraison de titres, sur lesquels se règlent le plus souvent ces marchés. La couverture reste facultative sur d'autres marchés moins volatils ou lorsque les règlements ne s'effectuent pas par des systèmes de paiement. Cependant, en pratique, les règles prudentielles applicables aux opérations de marché prévoient une couverture globale minimale (cf. Bâle II) et ces règles prudentielles peuvent être satisfaites par l'adhésion à des contrats-cadres qui prévoient systématiquement une remise de titres ou d'espèces en garantie ainsi que, lorsque le droit sous lequel ces contrats se placent le permet, des clauses de compensation déclenchées à la moindre défaillance de la contrepartie (*close out netting*). Ces garanties représentent souvent 100 % du montant des transactions qu'elles couvrent, voire davantage lorsque les bénéficiaires souhaitent s'assurer une marge de sécurité contre les variations de cours des actifs remis en garantie (appels de marge). Il en résulte qu'il n'est plus guère possible d'emprunter des liquidités, sans avoir à disposition des titres à remettre en garantie. La couverture des opérations interbancaires est aujourd'hui devenue la norme et les rares opérations non garanties sont qualifiées d'« opérations en blanc ».

² Le constituant peut cependant être une autre personne que le débiteur.

1.1.2. Un formalisme en voie de régression

Le recours croissant aux garanties s'accommode mal du formalisme qui les accompagne traditionnellement. Dans la plupart des garanties classiques, les législations nationales exigent, au moment de leur constitution, le recours à un acte écrit, avec signatures authentiques, ainsi que la dépossession physique des actifs remis en garantie (par exemple par inscription sur des comptes spéciaux) et l'information des tiers par voie de publicité. La réalisation de la garantie est, quant à elle, souvent subordonnée à l'autorisation du juge, à un délai de préavis, à de nouvelles obligations de publicité, sans compter les coûts engendrés par les droits de timbre et autres taxes qui accompagnent chacune de ces formalités. Ce formalisme est souvent d'autant plus contraignant que sa non-observation peut aboutir à l'annulation de la garantie.

Dans certains pays cependant, y compris en France, les techniques juridiques ont évolué, favorisant certaines formes de garanties peu formalistes au détriment des plus formalistes, au point que les contrats de garantie financière se confondent souvent avec les opérations sous-jacentes qu'ils garantissent. Ainsi, la technique juridique de la pension livrée en France (*repurchase agreement* ou *repo*, en anglais) se confond avec l'opération de crédit qu'elle garantit, puisqu'elle consiste en un achat de titres (la garantie) contre espèces (le crédit) assorti de clauses de restitution des titres après remboursement des espèces. La conséquence comptable est le transfert des titres à l'actif du bilan du bénéficiaire, tout comme dans le cas d'une vente ferme. Dans certains pays, le nantissement a évolué dans la même direction, grâce à la faculté de « réutilisation » (*re-use*) des titres nantis par le bénéficiaire de la garantie, à la différence près, par rapport au *repo*, que, comptablement, les titres restent dans le patrimoine du constituant. Ce dernier dispose d'ailleurs souvent d'un droit de « substitution » (échange de titres contre d'autres titres de même valeur) de sorte que le compte de titres nantis ressemble à une espèce de compte commun dans lequel chacun se sert à sa guise. Enfin, la réalisation des garanties s'effectue de plus en plus souvent par une compensation des actifs remis en garantie avec l'opération sous-jacente ou toutes autres dettes constituées sur la contrepartie.

Le langage utilisé dans les opérations de politique monétaire traduit ce rapprochement entre garanties et opérations sous-jacentes puisque, les opérations de crédit des banques centrales sont dénommées en fonction du type de garantie utilisée. Ainsi, les opérations de crédit effectuées par la Banque de France dans le cadre de l'Eurosystème sont qualifiées de pension (lorsque la garantie consiste en une remise de titres) ou de « Dailly » (lorsque la garantie consiste en une remise de créances) et celles de la Banque fédérale d'Allemagne de « Lombard » (équivalent allemand du Dailly).

Néanmoins, la disparition du formalisme présente un inconvénient pour les juristes : il est ainsi très difficile de déceler l'intention des parties lorsqu'elles effectuent certaines opérations telle que la pension : s'agit-il d'un achat-vente ou d'une garantie ? Le formalisme extrêmement réduit de la pension ne permet pas, à partir des seuls mouvements de compte, de qualifier l'opération. La référence implicite à un contrat-cadre de garantie ne permettra pas toujours de

faire la différence. Les tiers intéressés — juges, créanciers, fisc — devront opérer une reconstitution intellectuelle pour, à partir d'éléments environnementaux, faire pencher la qualification dans un sens ou dans l'autre. Ce constat a énormément plaidé en faveur de l'extension, aujourd'hui permise par la directive sur les garanties financières, des possibilités de « *netting* » sur garanties à l'ensemble des opérations financières susceptibles d'être garanties, ce que l'on appelle, la « compensation globale » (*global netting*)³.

1.2. La persistance du risque de contrepartie

L'objectif de la couverture sous forme de garantie est de prévenir la défaillance d'une contrepartie. Le principal cas de défaillance est celui de la faillite. Dans presque toutes les législations, qu'il s'agisse du redressement judiciaire à la française, ou du *syndic* à l'anglaise, l'ouverture d'une procédure collective entraîne la suspension du paiement de ses dettes par la société mise en faillite. Cette suspension des paiements s'étend jusqu'au moment de la liquidation définitive de la société et peut même se transformer en des rééchelonnements et des remises de dettes plus ou moins forcées en cas de reprise partielle d'activité ou, dans certaines législations, de substitution d'une nouvelle entité dans les droits de l'entité liquidée. Muni d'une garantie adéquate, le créancier est, en principe, protégé contre ce risque de défaut résultant de la suspension des paiements.

Néanmoins, de nombreuses législations, et notamment celles des pays européens, assortissent la suspension des paiements de mesures supplémentaires, qui diminuent la protection apportée par les garanties : les quatre principales mesures sont :

- *l'interdiction de la déchéance du terme*, c'est-à-dire l'interdiction de la possibilité pour une contrepartie de demander l'interruption d'un contrat en cours au motif que l'autre partie a été déclarée en faillite. Cette interdiction a pour conséquence, dans ces pays, l'interdiction du « *close out netting* » des actifs remis en garantie avec d'autres engagements en sens inverse⁴ ;
- *la règle dite « du zéro heure »* : c'est-à-dire, l'annulation rétroactive des paiements (et des garanties qui les accompagnent) effectués le jour du jugement de faillite avant l'heure à laquelle celui-ci a été prononcé. Cette annulation est automatique, quand bien même leurs bénéficiaires arriveraient à prouver qu'ils n'avaient pas eu connaissance de l'imminence d'un jugement de faillite. Cette annulation automatique concerne aussi les garanties, considérées comme des accessoires des paiements annulés⁵ ;
- *la règle de la période suspecte* : c'est-à-dire la possibilité pour le juge d'annuler au cas par cas, des paiements antérieurs au jugement suspectés d'avoir été effectués de façon partielle, en remontant, dans certaines législations, jusqu'à dix-huit mois en arrière. Là aussi, la règle de l'accessoire fait que les garanties peuvent être annulées parce qu'elles accompagnent des paiements suspects aussi bien que parce qu'elles sont elles-mêmes suspectes⁶ ;

³ Hideki Kanda, University of Tokyo : « *Financial collateral transactions, what are they ?* », *Insolvency Symposium*, BCE, 30 septembre 2003

⁴ En France, cette interdiction est prévue par la règle de continuation des contrats en cours prévue par l'article L621-28 du Comofi qui permet à l'administrateur judiciaire d'obliger une partie à poursuivre un contrat en cours.

⁵ Cf. en France, le décret 85-1388 du 27 décembre 1985

• *le gel des garanties* : c'est-à-dire l'impossibilité pour les créanciers de « réaliser » la plupart des actifs qu'ils ont reçus en garantie, qu'il s'agisse de nantissement ou d'hypothèque et, en cas de liquidation de la société mise en faillite, la rétrogradation de ces garanties, au profit des créanciers super privilégiés ⁷.

En pratique, seules les garanties dites à titre de « sûreté », c'est-à-dire sans transfert de propriété (hypothèque, nantissement) sont affectées par le gel des garanties. Les garanties opérant un transfert de propriété ne sont pas affectées, dans les pays où de telles garanties sont reconnues. En France, la jurisprudence a ainsi reconnu le caractère translatif de propriété du gage-espèces et de la clause de réserve de propriété. La loi est venue conforter la pratique de la pension livrée en précisant qu'elle est opposable aux tiers dès la livraison des titres ⁹. Il en est de même du régime du prêt de titres ¹⁰.

Néanmoins, ces solutions jurisprudentielles et ces exceptions permises par la loi française ne sont pas reconnues dans tous les pays, de sorte que, dans les opérations dont l'une des parties au moins est étrangère, des dispositions considérées comme d'ordre public dans le pays d'origine de la contrepartie étrangère peuvent empêcher la réalisation des garanties, quand bien même l'opération serait réalisée exclusivement entre des comptes domiciliés en France. L'objectif de la directive sur les garanties financières est en priorité de réduire ce risque d'incompatibilité entre les législations des pays membres de l'Union européenne, d'une part, en rapprochant autant que possible les législations et, d'autre part, en permettant leur reconnaissance mutuelle.

2. L'esprit de la directive sur les garanties financières

La directive sur les garanties financières fait partie du plan d'action financière n° 1. Elle s'appuie sur les définitions laissées par les directives antérieures, en particulier, sur les directives qui concernent les différentes professions « réglementées » (établissements de crédit, entreprises d'investissement, assurances, OPCVM) et leur reconnaissance mutuelle dans le cadre d'un passeport européen. Elle appartient cependant à une nouvelle génération de directives, initiée par la directive dite « finalité », qui transforme l'environnement juridique des activités qu'elle réglemente, en instituant une « bulle » dans laquelle ces activités bénéficieront d'une certaine autonomie juridique.

⁶ Cf. en France, l'article L621-107 du Code de commerce

⁷ Cf. en France, l'article L621-32 du Code de commerce

⁸ Il convient de rappeler que l'article L621-24 du Code de commerce permet la compensation entre créances connexes, mais que cette compensation doit répondre aux règles classiques de la compensation bilatérale organisée par l'article 1289 du Code civil, qui suppose notamment que les deux créances réciproques soient liquides et fongibles, ce qui n'est pas le cas lorsque ces créances consistent, d'une part, en un crédit d'espèces et, d'autre part, en une remise de titres.

⁹ Article L432-15 du Comofi

¹⁰ Article L432-6 du Comofi

2.1. Le précédent de la directive *Finalité*

La directive sur les garanties financières, dès le premier considérant de son préambule, rend hommage à la directive européenne 98-26 concernant « le caractère définitif des règlements dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres », datée du 19 mai 1998. Cette directive, connue en France sous le nom de « directive *Finalité* », est ici présentée comme une première étape « dans le processus d'établissement d'un cadre juridique sûr pour les systèmes de paiement et de règlement ». À l'évidence, les auteurs de la directive sur les garanties financières souhaitent associer la problématique des garanties le plus étroitement possible à celle des paiements. Il est vrai que la « directive *Finalité* » assure un régime exorbitant du droit commun aux paiements qui transitent par les systèmes de paiement et de règlement-livraison d'instruments financiers (ci-après « systèmes de paiement »), ces « *arrangements multilatéraux* » qui ont pris le relais des anciennes chambres de compensation et par lesquels transitent aujourd'hui quotidiennement 98 % des paiements interbancaires. Cette directive prévoit, en effet, que les ordres de paiement passant par lesdits systèmes échappent, à la différence de ceux qui transitent par de simples relations bilatérales de banque de correspondant, aux quatre règles précitées du droit de la faillite, à savoir l'interdiction de la déchéance du terme, les annulations au titre de la règle dite « du zéro heure » et de la période suspecte, et le gel des garanties. L'article 3.1 et l'article 7 de la « directive *Finalité* » prévoient que les ordres de paiement, transitant par de tels systèmes, ne peuvent plus être remis en cause, au titre de l'ouverture d'une procédure collective, dès lors qu'ils y ont pris un caractère irrévocable ¹¹ avant le moment où le jugement a été prononcé. L'article 9.1 prévoit une extension de cette protection pour les garanties constituées dans le cadre de ces systèmes ¹², par exemple en couverture de prêts consentis par d'autres participants dans le cadre de ceux-ci. L'article 8 et l'article 9.2 prévoient, quant à eux, deux règles d'ordre public originales. Pour les paiements (ou les livraisons de titres), le droit auquel les participants au système ont choisi de se soumettre est opposable à tous les autres droits, y compris aux règles d'ordre public qui pourraient, par exemple, être soulevées par le juge du pays d'origine d'un participant étranger au système. Pour les garanties, lorsqu'elles consistent en des remises de titres, leur droit suit la législation du pays où ces titres sont conservés (sous forme dématérialisée par inscription en compte ou sous forme de titres papiers). Ces deux règles qui s'appellent, respectivement, « loi du système » et « *lex rei sitae* » constituent le socle de la reconnaissance mutuelle des systèmes de paiement en Europe.

L'accès aux systèmes de paiement est cependant étroitement limité aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement, ainsi qu'à certaines entités publiques. De nombreuses autres professions étaient intéressées par la possibilité de faire échapper au droit de la faillite leurs paiements ou du moins les garanties reçues en contrepartie de ces paiements en participant à de tels systèmes. La bulle protectrice constituée autour des systèmes de paiement poursuit néanmoins un objectif particulier qui est la protection contre le risque systémique propre aux

¹¹ C'est-à-dire dès lors que le donneur d'ordre s'est engagé contractuellement à ne plus effectuer de contre-ordre.

¹² ...ainsi qu'une protection pour toute garantie constituée au profit d'une banque centrale y compris hors système de paiement.

systèmes de paiement. Cette protection recommande notamment que l'accès aux systèmes de paiement demeure limité à un nombre restreint de participants. C'est la raison pour laquelle, dès 1999 ¹³, la Commission s'est engagée à « élaborer, après consultation des experts du marché et des autorités nationales, de nouvelles propositions de mesures législatives sur les garanties favorisant de nouveaux progrès dans ce domaine, au-delà des avancées permises par la directive 98/26/CE ». Au terme de deux ans de travaux, la directive sur les garanties financières reprendra pratiquement toutes les dispositions de la directive finalité, en les « démocratisant » au-delà du cercle étroit des participants aux systèmes de paiement. Cependant, elle poursuivra également un objectif plus ambitieux : la suppression du formalisme juridique des garanties et, partant, l'harmonisation du droit des garanties en Europe.

2.2. Les objectifs de la directive

La directive sur les garanties financières poursuit trois objectifs : supprimer le formalisme attaché à la constitution et à la réalisation des garanties ; protéger les bénéficiaires de la garantie lors de la réalisation de celle-ci contre les faillites et les saisies ; soumettre le régime des garanties à la *lex rei sitae*.

2.2.1. La suppression du formalisme

Les articles 3 et 4 de la directive demandent aux États membres de prévoir dans leurs législations respectives, l'existence de garanties pour lesquelles le respect des règles de forme prévues pour les garanties classiques n'est pas exigé.

L'article 3, paragraphe 1, demande, pour ces garanties, la suppression du formalisme au moment de leur constitution, tant comme condition de validité de la garantie que comme condition de preuve de la conclusion de celle-ci. La référence à une convention-cadre de place, les formalités d'enregistrement et de publication, les droits de timbre et le recours à des instruments de remise particuliers (comptes spéciaux, « *earmarking* », etc.) ne sont plus exigés et les parties ne sont plus obligées de prévenir les tiers par des publications légales des accords de garantie qui les lient. La seule exigence, maintenue par l'article 3, paragraphe 2, tient à la conservation d'une « traçabilité » écrite ¹⁴ afin de prouver l'existence de la garantie.

En ce qui concerne la « réalisation » (c'est-à-dire lorsque la dette garantie n'a pas été remboursée par le constituant et que le bénéficiaire veut, soit prendre possession, soit vendre, soit compenser les actifs remis en garantie), l'article 4 de la directive demande aux États membres de supprimer les exigences de formalisme tels que les délais de réalisation, les autorisations judiciaires, les procédures de mise aux enchères ou d'encadrement du prix des actifs réalisés, etc. Des éléments de souplesse sont également introduits en cours de vie de la garantie, puisque la directive demande que soient autorisées, pour les garanties constituées à titre de

¹³ Communication du 11 mai 1999, intitulée « Mise en œuvre du cadre d'action pour les services financiers : plan d'action ».

¹⁴ Ce qui, depuis la directive sur la preuve électronique du 13 décembre 1999, couvre également les enregistrements numériques.

« sûreté », tant la faculté de substitution par le constituant (article 8.3.b) que celle de réutilisation (*re-use*) par le bénéficiaire de la garantie (article 5).

2.2.2. La protection des garanties financières contre le droit de la faillite et les voies d'exécution

La directive demande que les États membres prévoient que ces garanties bénéficieront des quatre mêmes « immunités » que si elles avaient été constituées dans un système de paiement¹⁵. De plus, et c'est une nouveauté par rapport à ce qui existe déjà pour les systèmes de paiement, la directive demande que les titres et espèces remis en garanties ne puissent, en dehors d'une faillite, faire l'objet de saisie, voire d'action en revendication et d'actions conservatoires de la part d'un tiers¹⁶. Certes, la protection contre ces mesures d'exécution n'intervient qu'en cas de réalisation de la garantie, et plus précisément en cas de compensation avec échéance du terme (« *close out netting* »). Néanmoins la compensation avec échéance du terme suffit à elle seule à éteindre les droits réciproques des parties à une opération de garantie et pourra donc systématiquement être invoquée en cas de saisie.

2.2.3. La *lex rei sitae*

L'article 9 de la directive sur les garanties financières prévoit la même règle de conflit que l'article 9.2 de la directive finalité : le droit applicable à la garantie suit le droit applicable au compte-titre pertinent sur lequel porte la garantie. Cela signifie qu'il est fortement recommandé de limiter une garantie à des titres situés dans un seul pays. En cas de titres situés dans plusieurs pays, il conviendra de mettre en place autant de garanties que de pays concernés afin d'éviter des conflits de loi.

L'article 9 de la directive sur les garanties financières risque cependant, tout comme l'article 9.2 de la directive finalité, d'être modifié prochainement, à la suite de la ratification par la Commission européenne et les États membres de la Convention de La Haye du 13 décembre 2002¹⁷.

Ces trois objectifs de la directive sur les garanties financières sont des objectifs d'harmonisation minimale. La directive ne crée pas un droit nouveau des garanties qui se substituerait aux droits nationaux, mais simplement un mécanisme de reconnaissance mutuelle sur la base d'un plus petit dénominateur commun des garanties, circonscrit par le champ d'application de la directive.

¹⁵ L'article 7 demande la possibilité de faire jouer, pour ces garanties, en cas de faillite, la échéance du terme à condition que l'appropriation des garanties qui en résulte s'effectue par compensation avec l'obligation sous-jacente ou toutes autres dettes et créances en sens inverse quand bien même celles-ci ne présenteraient aucun lien de connexité. L'article 8.1 de la directive exige des États membres que, en cas de faillite du constituant, ces garanties ne puissent être remises en cause au titre de la règle du zéro heure (8.1.a) ou au titre de la période suspecte (8.1.b). Pareillement, l'article 8.2 demande que le gel des garanties pendant la procédure collective ne soit plus opposable aux garanties couvertes par la directive.

¹⁶ L'article 7.1.b de la directive sur les garanties financières prévoit, en effet, que : « Les États membres veillent à ce qu'une clause de compensation avec échéance du terme puisse produire ses effets selon les modalités qu'elle prévoit : (...) nonobstant toute cession, toute saisie, judiciaire ou autre, ou toute autre aliénation alléguées des droits concernés ou concernant lesdits droits. »

¹⁷ Convention « sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire » signée le 13 décembre 2002. Cette convention internationale prévoit que le droit applicable à la détermination de la propriété des titres est le droit régissant la convention de compte-titre et non le droit de la localisation du compte pertinent. Cette « *lex contractus* » est incompatible avec les règles de conflit européennes de la directive finalité et de la directive sur les garanties financières qui prévoient une « *lex rei sitae* ». (cf. avis de la BCE du 17 mars 2005 Con/2005/7 publié au Journal officiel de l'Union européenne du 2 avril 2005).

2.3. Le champ d'application de la directive sur les garanties financières

Le champ d'application de la directive se définit à la fois *ratione personae* (qui ?) et *ratione materiae* (quoi et comment ?). Par ailleurs, deux clauses optionnelles (« *opt out* ») permettent aux États membres qui le souhaitent d'en retailer les contours.

2.3.1. Les bénéficiaires de la directive sur les garanties financières

Sur le plan *ratione personae*, l'article 1.2 de la directive demande d'étendre son application, au moins, à deux catégories de bénéficiaires. La première catégorie est composée, comme pour la directive finalité, des autorités publiques (sous certaines réserves), des acteurs spécialisés des systèmes de paiement, des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, auxquels s'ajoutent quatre nouveaux entrants : les établissements financiers, les entreprises d'assurance, les OPCVM et les sociétés de gestion. La deuxième catégorie comprend toutes les autres personnes morales pourvu qu'elles aient pour contrepartie l'une des personnes appartenant à la première catégorie. En résumé, la directive sur les garanties financières s'étend à toutes les personnes morales, pourvu que l'une des contreparties soit une institution réglementée.

Les États membres peuvent néanmoins choisir, dans leur transposition nationale, de ne pas inclure les personnes de la deuxième catégorie. Cette clause optionnelle (*opt out*), demandée par la France lors des discussions, est néanmoins de portée limitée, car la reconnaissance mutuelle des contrats de garantie financière organisée par la directive (cf. 2.4 ci-après) ne permettra pas aux États membres qui auraient exercé l'option dans leur transposition de refuser la participation de personnes morales non financières à des garanties soumises au droit d'un autre pays en raison de la localisation du compte pertinent dans un autre pays (cf. rubrique 2.2.3 ci-avant). Dans tous les cas, il est loisible aux États membres d'étendre le champ *ratione personae* de la directive à d'autres catégories, par exemple aux personnes physiques dans leurs rapports avec des entités de la première catégorie (comme cela a été fait dans les transpositions britannique et belge ¹⁸), mais, dans ce cas, un contrat de garantie constitué sous le droit de ces États membres et auquel participerait une personne physique ne sera pas opposable dans les droits des pays qui n'ont pas étendu la transposition de la directive aux personnes physiques.

¹⁸ Comme cela pourrait en outre être le cas en France si le législateur français adopte un amendement en ce sens à l'occasion du vote de la loi de ratification de l'ordonnance du 24 février 2005 (cf. *infra*).

2.3.2. Les contrats concernés par la directive

Le champ d'application *ratione materiae* s'apprécie à trois niveaux.

- Les obligations sous-jacentes : quelles obligations peuvent bénéficier des dispositions de la directive ? D'après l'article 2.1.f, seules les obligations de nature financière sont couvertes. Néanmoins, la définition des obligations financières donnée par l'article 2.1.f est très large et semble couvrir toutes les obligations au sens du Code civil ou de la *common law*.
- Les actifs couverts par la garantie : les articles 1.1 et 2.4.a de la directive imposent aux États membres d'appliquer la directive à toutes les garanties constituées sous forme d'espèces (définies à l'article 2.1.d) et sous forme d'instruments financiers (définis à l'article 2.1.e)¹⁹. Rien n'empêche cependant un État membre d'étendre la directive à d'autres actifs. Pourraient ainsi être remis en garantie des effets, des créances ou d'autres formes de droits, sous réserve que la couverture de tels actifs par des garanties ne soit pas opposable dans les droits des pays qui n'ont pas prévu une telle extension du champ *ratione materiae*.
- Les types de garanties concernés : toujours aux termes de l'article 1.1, le champ d'application de la directive couvre deux types de garantie, présentés comme une « *summa divisio* » : les garanties à titre de sûreté (définies à l'article 2.1.c) et les garanties qui opèrent un transfert de propriété (définies à l'article 2.1.b). Néanmoins, cette *summa divisio* autorise la mise en place de « ponts » permettant, en fonction de ce que les parties ont prévu dans le contrat qui les lie, de passer d'une catégorie à l'autre. Ainsi, l'article 2.2 de la directive sur les garanties financières autorise le droit, pour le constituant d'une sûreté, de substituer des actifs à d'autres actifs, tandis que l'article 5 de la directive autorise la possibilité pour le bénéficiaire d'une sûreté de « réutiliser » (*re-use*) des titres, à condition de restituer des actifs équivalents, sans que cela entraîne une requalification de la garantie effectuée à titre de sûreté en garantie à titre translatif de propriété²⁰.

2.4. La portée de la directive

La directive sur les garanties financières prévoit donc une harmonisation minimale des garanties dans l'Espace économique européen (EEE, comprenant l'Europe des vingt-cinq ainsi que la Norvège, l'Islande et le Liechtenstein), assortie d'une reconnaissance mutuelle sur ce minimum. En cela elle obéit à la même logique que la directive finalité ou les directives bancaires et services d'investissement. Les États membres peuvent toujours prévoir d'étendre à d'autres bénéficiaires et à d'autres types de garantie les dispositions de la directive sur les garanties financières.

¹⁹ On notera par ailleurs qu'une seconde clause optionnelle, demandée par la Finlande, permet aux États membres de soustraire des remises en garanties, soumises à leur droit national, les instruments financiers émis par certaines filiales du constituant (article 2.4.b).

²⁰ Cette *summa divisio* ne couvre que les garanties réelles, mais on pourrait également concevoir la transposition de certaines des solutions prévues par la directive à des garanties personnelles, telle que la caution. La faillite de la caution ne la dispenserait plus d'honorer sa garantie. En tout état de cause, pour l'instant, aucun État membre ne semble avoir envisagé d'étendre sa transposition de la directive aux garanties personnelles telles que la caution.

Mais ces extensions propres à chaque État membre ne seront toutefois pas opposables dans le droit des États qui n'auraient pas prévu pour celles-ci de reconnaissance spécifique. On notera, en revanche, que cette reconnaissance mutuelle se limite aux États signataires de l'accord sur l'EEE. Elle n'est donc pas de portée universelle, puisque la directive n'oblige pas les États membres à reconnaître des modes de couverture analogues obéissant au droit de pays tiers.

Au total, on voit bien que la transposition de la directive sur les garanties financières ne peut être qu'à géométrie variable. L'harmonisation relative du droit des garanties en Europe, désormais connu par l'existence d'un texte de référence commun, la « directive », facilitera la concurrence entre les différents systèmes juridiques. Cependant, l'attractivité des places financières dépendra autant de la qualité de la transposition, en termes de certitude juridique, que de son degré de libéralisme.

3. La transposition en France de la directive

La directive sur les garanties financières était déjà largement transposée en France avant son adoption, au travers notamment de dispositions régissant la pension livrée et le prêt de titres, le gage de compte d'instruments financiers (ou gage CIF) et le gage-espèces. Si on excepte le gage CIF, tous ces mécanismes correspondaient à la grande catégorie des « contrats de garantie financière avec transferts de propriété » définie par l'article 2.1.b de la directive finalité. Le gage CIF était la version française du contrat de garantie financière avec constitution de sûreté, décrit à l'article 2.1.c de la directive. Toutefois, ces modes de garantie restaient cloisonnés, alors que la directive offre une grande flexibilité. Aussi, afin de ne pas être en reste face à d'autres États membres qui, partant de rien, ont choisi de mettre en place un régime juridique neuf, il a été choisi de créer un régime juridique *ad hoc* permettant de bien circonscrire le domaine résultant de la transposition de la directive et le passeport européen qu'elle institue pour les garanties concernées.

3.1. La directive sur les garanties financières était déjà largement transposée en France

3.1.1. Le formalisme des garanties était déjà très réduit

Les quatre principales formes de garantie utilisées dans le domaine financier bénéficiaient déjà d'un formalisme allégé. La pension livrée, régie par les articles L432-12 et suivants du Comofi, complété par le décret n° 94-350 du 2 mai 1994, ne requérait aucune forme pour sa constitution hormis la livraison²¹ et n'exigeait pour bénéficier d'une réalisation par « *close out netting* » que la référence à un contrat-cadre ou à une convention de place. Il en était de même pour le prêt de titres (variante comptable de la pension). De même le gage-espèces, créé par la jurisprudence, était dénué de tout formalisme. Par définition, la réutilisation

²¹ La dépossession, ou plus exactement la traçabilité de la remise des titres, est une condition commune des remises en garantie qui est maintenue par la directive sur les garanties financières (considérant n° 10). Dans un contexte de dématérialisation, la dépossession peut s'effectuer soit par livraison, soit par désignation (par « *pooling* » sans désignation spécifique des titres ou « *ear-marking* » avec désignation spécifique d'une ligne de titres).

(*re-use*) des titres, dont la propriété était transférée dès la constitution de ces garanties, n'était soumise à aucune contrainte.

Seul le gage de compte d'instrument financier requérait un certain formalisme : à la constitution, le dépôt des titres sur un compte spécialement affecté au nantissement ou tout au moins un « *ear-marking* » ; pendant la durée du gage CIF, une interdiction de la réutilisation des titres remis en gage ; et, enfin, au moment de la réalisation, une mise en demeure préalable du débiteur, voire du teneur de compte.

3.1.2. L'opposabilité était déjà large, même en cas de faillite

Sur les quatre garanties, trois consistent en des transferts de propriété et ne restent donc pas dans l'actif du constituant de la garantie : la pension et le prêt de titres par application du Comofi, et le gage-espèces du fait de la jurisprudence. Par conséquent, en cas de procédure collective, ces garanties échappent au gel des garanties organisé par l'article L621-32 du Code de commerce. Les seules menaces restaient l'annulation rétroactive au titre de la règle dite du « zéro heure » et des nullités de la période suspecte.

En revanche, le gage CIF continuait, malgré la dépossession, de faire partie de l'actif du constituant et, en cas de faillite de celui-ci, se trouvait affecté par le gel des garanties organisé par l'article L631-32 du Code de commerce autant que par les possibilités d'annulation rétroactive.

Néanmoins, en cas de faillite, les bénéficiaires de la garantie, lorsqu'ils étaient notamment des établissements de crédit ou des entreprises d'investissement, disposaient de la possibilité de compenser leurs obligations de restitution des actifs remis en garantie avec l'obligation sous-jacente due par leur contrepartie mise en faillite et même, au-delà, avec toutes autres obligations de ce dernier relatives à des contrats sur instruments financiers, dans le cadre d'une compensation globale organisée par l'ancien article L431-7 du Comofi ²². L'article L431-7, ancienne rédaction, suffisait donc déjà à immuniser la pension livrée, le prêt de titres et le nantissement de compte d'instruments financiers contre les quatre obstacles ou remises en cause prévus par le droit de la faillite, sous réserve que les parties répondent à un certain nombre de critères statutaires.

Or, les bénéficiaires de cet article L431-7 correspondaient déjà peu ou prou à ce qu'exigeait la directive et pouvaient dans ce cadre effectuer de la compensation multilatérale (ou « *netting* », avec plus de deux parties) et même déjà l'effectuer de façon globale (c'est-à-dire sans exigence de connexité ou d'identité d'objet

²² Une partie de la doctrine considère que, en droit français, seule la compensation bilatérale est possible (article 1289 du Code civil) tandis que la compensation multilatérale n'est possible que lorsqu'elle est expressément autorisée par la loi, à savoir, en l'occurrence dans le cadre des systèmes de paiement (L330-1 et 2 du Comofi) et dans le cadre du *netting* entre institutions réglementées prévu par l'ancien article L431-7 qui, outre la multilatéralité, permet également la globalité, c'est-à-dire n'exige plus que les créances réciproques soient liquides et fongibles (cf. thèse de A.-V. Delozière-Le Fur. « La compensation dite multilatérale », préface Ghozi, éditions Panthéon-Assas 2003). Pour une autre opinion, cf. thèse sur la « Compensation Multilatérale » de M. Roussille, sous la direction du professeur J. Beguin, Panthéon-Sorbonne 2004.

entre les obligations compensées), sous la réserve qu'il s'agisse de dettes ou de créances afférentes à des opérations sur instruments financiers.

Cette possibilité de compensation globale, régulièrement étendue en 2001 et 2003 par les lois NRE (loi relative aux nouvelles régulations économiques) et LSF (loi de sécurité financière), a souvent été perçue comme un avantage comparatif favorable à la conclusion des contrats de garantie sous droit français. Cette possibilité de compensation n'était éventuellement subordonnée, pour le gage CIF, qu'à la mise en demeure préalable du débiteur et du teneur de compte (cf. 3.1.1 ci-dessus) ainsi qu'à la déclaration de créance, conformément au droit général de la faillite ²³. Quant au gage-espèces, sa nature totalement fongible (espèces contre espèces) avait de tout temps permis sa compensation en toutes circonstances ²⁴.

On notera cependant que le nantissement de compte financier n'était pas protégé contre ce qu'en anglais on appelle les « *claw back rules* » c'est-à-dire les actions individuelles, qu'elles soient à titre exécutoire (saisies) ou à titre conservatoire (actions pauliennes). Si celles-ci sont gelées en France dès l'ouverture d'une procédure collective, elles restent, en revanche, en vigueur dans d'autres législations, et il peut arriver qu'un créancier étranger se présente au titre d'une action individuelle pour faire saisir les biens d'une société française en redressement judiciaire.

3.2. Une transposition originale contenue dans un seul chapitre

Deux solutions pouvaient être envisagées pour la transposition de la directive sur les garanties financières.

Une première solution était une transposition minimale, consistant à :

- dispenser les parties visées par la directive de ce qui restait de formalisme lorsqu'ils constituent un gage de compte d'instruments financiers ou lorsqu'ils souhaitent le réaliser, en permettant notamment la réutilisation des actifs remis en gage ;
- élargir les possibilités de « *global netting* » entre les parties visées par la directive à quelques nouveaux acteurs tels que les entreprises d'assurance, les OPCVM et les sociétés de gestion ;
- prévoir la reconnaissance des garanties analogues constituées sous le fondement du droit d'autres États de l'EEE.

Une deuxième solution était une transposition maximale, consistant à créer deux nouvelles formes de garanties *sui generis* à titre de sûreté et à titre translatif de propriété, réservées aux parties visées par la directive et bénéficiant des possibilités de compensation globale les plus larges.

²³ On notera cependant que l'ancien article L431-7 ne permettait la compensation globale qu'entre dettes et créances résultant d'opérations sur instruments financiers et ne permettait pas d'inclure dans son périmètre des dettes et créances résultant d'opérations de crédit non assorties de garanties sur titres. Une compensation multilatérale spéciale, dite de bilan, était par ailleurs organisée depuis la loi NRE (cf. article L311-4 du Comofi). Néanmoins, la mise en œuvre de cet article était subordonnée à la publication d'un décret, jamais paru.

²⁴ Cassation commerciale du 4 février 2003, BNP-Gauthier Languereau, inédit

Le législateur français a opté pour une combinaison des deux approches, certes redondante, mais qui permet à la fois de satisfaire des praticiens attachés aux instruments classiques de garantie et de favoriser l'innovation juridique par la création de nouveaux produits *sui generis*.

L'essentiel de la transposition a été effectué dans le cadre du chapitre premier du titre III du livre IV du Comofi, et plus particulièrement au sein de l'article L431-7 sur la compensation globale, lequel a été éclaté en cinq articles. Le choix de cet article sur la compensation globale s'explique par ce que ses bénéficiaires correspondaient à peu près à ceux de la directive finalité²⁵. Au demeurant, le régime juridique de la compensation globale s'en trouvera étendu.

Au total six articles sont créés, répartis entre deux sections, la première relative à la compensation et à la cession de créances, la seconde aux garanties proprement dites.

3.2.1. La compensation (et la cession simplifiée de créances)

La lecture de la première section (articles L431-7 à L431-7-2) est indispensable car, outre le fait qu'elle a principalement pour objet la compensation globale, elle définit en même temps le cadre à la fois *ratione personae* et *ratione materiae* de l'ensemble du dispositif.

L431-7-I : les bénéficiaires du dispositif et les obligations sous-jacentes concernées

Ratione personae : tout comme la directive, l'article L431-7 dispose que le nouveau texte ne s'applique qu'aux conventions auxquelles sont parties au moins une entité réglementée²⁶. La distinction entre personnes réglementées et personnes non réglementées²⁷ est donc maintenue.

²⁵ Les obligations sous-jacentes couvertes ne concernaient cependant que les obligations sur instruments financiers. Il convenait d'y adjoindre les obligations relatives à des sommes d'argent. Cela fut fait par absorption du contenu de l'article L311-4 relatif à la compensation de bilan.

²⁶ Outre aux établissements de crédit, aux prestataires de services d'investissement, aux établissements publics, aux institutions, personnes ou entités bénéficiaires des dispositions de l'article L. 531-2, et aux établissements non résidents ayant un statut comparable, l'article L431-7 bénéficie désormais également aux collectivités territoriales, aux chambres de compensation, et aux organisations ou organismes financiers internationaux dont la France ou l'Union européenne est membre. On notera que la référence aux établissements visés à l'article L531-2 avait déjà été introduite par la LSF du 1^{er} août 2003. L'article L531-2 vise non seulement (1°) (a) le Trésor public, (b) la Banque de France, (c) l'Institut d'émission des départements d'outre-mer et l'Institut d'émission d'outre-mer, et (d) La Poste, (2°) mais aussi (a) les entreprises d'assurance, (b) les OPCVM, (c) les prestataires de services d'investissement intragroupe, (d) les gestionnaires d'épargne salariale, (e) les entreprises qui combinent les deux activités précédentes, (f) les prestataires de services d'investissement occasionnels, (g) les démarcheurs financiers, (h) les intermédiaires en marchandises, (i) les personnes négociant des instruments financiers à terme sur toutes marchandises ou quotas d'émission de gaz à effet de serre. La référence aux personnes qui rendent des services d'investissement à titre occasionnel ouvre la possibilité à deux institutions non réglementées de se placer sous le régime de l'article L431-7, mais seulement à titre occasionnel.

²⁷ On notera que les personnes non réglementées se limitent désormais aux personnes autres que les personnes physiques. Les personnes physiques pourraient néanmoins être réintroduites à l'occasion de la discussion du projet de loi de ratification de l'ordonnance, prévue en juin 2005.

Ratione materiae : tout comme la directive, la section 1 se réfère aux « obligations financières », concept non défini, mais dont le contenu, en fait extrêmement large, est révélé par la distinction faite selon que :

- les obligations financières concernées résultent d'opérations sur instruments financiers (L431-7-I-1),
- ou selon qu'elles résultent d'un contrat donnant lieu à un règlement en espèces ou à une livraison d'instruments financiers (L431-7-I-2) ,
- enfin, selon qu'elles résultent d'un contrat conclu dans le cadre d'un système de paiement.

Dans le premier cas, le cadre des obligations financières est relativement étroit puisqu'il se limite aux opérations sur titres et correspond au champ *ratione materiae* de l'ancien article L431-7.

Dans le deuxième cas, le cadre est beaucoup plus large, puisque, mis à part le troc de marchandises ou de services sans soulte, tout contrat donne lieu à un règlement en espèces. On peut parler d'une « compensation globale universelle ». Ce deuxième cadre est réservé aux seules institutions réglementées au sens étroit, limitation qui était permise par l'« *opt out* » organisé par l'article 1.3 de la directive.

Dans le troisième cas, le cadre est potentiellement encore plus large (contrat sans contrepartie financière), mais est limité aux participants aux systèmes de paiement ²⁸.

L431-7-II et III : la compensation globale « universelle »

Ainsi qu'il vient d'être observé, le champ *ratione materiae* de la compensation globale prévu par l'ancien article L431-7 est désormais nettement plus large, puisqu'il englobe à présent les opérations financières sans instruments financiers. En effet, par « tout contrat qui donne lieu à un règlement en espèce », il convient de comprendre non seulement les contrats de garantie sur espèces, tel que le gage espèces, mais également tous les contrats synallagmatiques, dont, soit la cause, soit l'objet consiste en un paiement en espèces. Le domaine des contrats ne comportant pas d'obligation de règlement en espèces ni en instruments financiers est donc extrêmement résiduel : troc, *swap* et échanges, à condition qu'ils ne comprennent ni soulte ni appel de marge en espèces. On notera que, par sécurité, afin d'être sûr qu'aucune garantie financière qui ne comporterait pas d'obligation de règlement en espèces ni en instruments financiers n'échappe à cette compensation globale universelle, le législateur prévoit, un peu plus loin, à l'article L431-7-3-IV, que toutes les garanties financières sont compensables avec les obligations financières concernées par la compensation globale universelle. Précaution double, mais qui traduit la volonté du législateur de faire de cette compensation l'instrument le plus large possible d'extinction des créances.

²⁸ L'article L431-7-I-2 exclut, pour ces opérations, les établissements visés par les points (c) à (i) du (2°) de l'article L531-2.

Cette compensation globale universelle est, bien entendu, comme la compensation globale par le passé, protégée non seulement contre les conséquences d'une faillite, mais aussi — nouveauté de la transposition — contre celles d'une procédure civile d'exécution.

L431-7-1 : la cession simplifiée de créances est renouvelée

Cette disposition n'entrant pas dans le cadre de la transposition de la directive finalité est héritée de l'ancienne rédaction de l'article L431-7. L'extension du périmètre *ratione materiae* de l'article L431-7 a néanmoins nécessairement un impact sur cette pratique.

L431-7-2 : la compensation globale (et de la cession de créances) est opposable aux droits de la faillite étrangers

L'article L431-7-2 fait de la compensation globale une règle d'ordre public, opposable même en cas de disposition contraire résultant d'une législation sur la faillite étrangère. Cette extension de l'opposabilité aux droits de la faillite étrangers est la conséquence directe de la mise en place d'un régime européen de reconnaissance mutuelle non seulement des garanties (transposé à l'article L431-7-5) mais également de la compensation globale comme mode de réalisation de ces garanties. Cette opposabilité s'exerce non seulement vis-à-vis des droits résultant des législations des autres pays membres de l'EEE, mais également vis-à-vis des droits résultant des législations des pays tiers.

3.2.2. Le régime des garanties financières

Article L431-7-3-I : la protection des garanties « nommées » et « sui generis »

La distinction faite par la directive sur les garanties financières entre sûretés et garanties translatives de propriété est reprise par ce nouvel article ²⁹. La liste des actifs utilisables est plus longue que ce qu'exige la directive ³⁰. La distinction couvre, en outre, à la fois les garanties nommées et les garanties *sui generis* dont le régime est précisé au II de l'article L431-7-3.

²⁹ Distinction qui existait déjà dans l'ancien article L431-7 mais qui ne couvrait que les garanties nommées.

³⁰ Tout comme l'ancien article L431-7 alinéa 5, cette disposition étend les catégories d'actifs remis en garantie bien au-delà de ce que la directive demande de faire. En effet, outre les espèces et les instruments financiers, peuvent être remis en garantie, des effets, des créances et des contrats. La raison de l'addition des « effets », s'explique par le souci d'englober dans cette définition l'intégralité des opérations de pension livrée régies par l'article L432-12 du Comofi (lesquelles couvrent également les « effets »). L'inclusion des « créances » se justifiait, quant à elle, par une recherche de cohérence avec la section précédente, qui traite de la cession simplifiée de créances en plus de la compensation globale. Enfin, la référence aux « contrats », tout à fait nouvelle, procède d'une volonté de complétude, mais ouvre néanmoins des perspectives très intéressantes, dans la mesure où elle semble permettre, dans le cadre de contrats *sui generis*, la possibilité de cessions de dettes sans aucune formalité. Seuls les droits directs portant sur des biens corporels ou incorporels (matériel, fonds de commerce, immeubles, etc.) ne sont pas visés dans cet inventaire des droits pouvant être remis en garantie. Cet inventaire permet de dresser toutes les garanties réelles possibles autres que celles portant sur des biens, qu'il s'agisse des garanties nommées, tels que le gage civil et le gage-espèces régis par le Code civil, le gage commercial régi par le Code de commerce, le gage CIF régi par l'article L431-4, le prêt de titres régi par l'article L432-6 ou la pension régie par l'article L432-12, ou qu'il s'agisse des garanties *sui generis* dont le régime est précisé au paragraphe II.

Toutes ces garanties, dès lors qu'elles sont constituées en garantie des obligations financières mentionnées au I de l'article L431-7, sont protégées des conséquences du droit de la faillite. Les obligations financières précitées s'appréciant à la fois *ratione personae* et *ratione materiae*, cela signifie que toutes les garanties effectuées en couverture d'opérations sur instruments financiers auxquelles participent au moins une institution réglementée bénéficient de cette protection, de même que toutes les garanties effectuées en couverture d'opérations résultant en un paiement en espèces lorsqu'elles sont effectuées exclusivement entre institutions réglementées ³¹.

Ces garanties sont également opposables aux tiers sans formalité, ce qui veut dire, que, même lorsqu'il s'agit de garanties nommées, prévoyant des formalités particulières, tel que le gage CIF, il suffit que l'obligation sous-jacente et les parties répondent aux critères prévus par l'article L431-7 pour qu'il y ait une dispense des formalités de réalisation (mais pas de celles de constitution).

Article L431-7-3-II : la dispense de formalités pour les garanties *sui generis*

Le II de l'article L431-7-3 introduit un véritable régime *sui generis* des garanties, laissé à la liberté contractuelle. Jusqu'à présent les garanties purement contractuelles, ne se référant à aucun cadre législatif de « contrat nommé » et se soustrayant au formalisme imposé par ceux-ci, ne bénéficiaient d'aucune protection. Certes, les pratiques du « *buy and sell back* », d'inspiration anglo-saxonnes, ou encore celle du « gage-espèces », tirée de la jurisprudence, celle du réméré, tiré d'une interprétation extensive de la vente avec clause résolutoire prévue par le Code civil, du fait de leur caractère translatif de propriété, étaient largement opposables aux autres créanciers du constituant et n'étaient pas soumises aux dispositions sur le gel des garanties. Néanmoins, elles n'étaient pas protégées contre le risque de remise en cause au titre de la période suspecte ou au titre de la règle du zéro heure et, de plus, cette liberté contractuelle n'était pas applicable aux sûretés, dont le champ était entièrement circonscrit par les dispositions relatives au gage civil, au gage commercial et au gage CIF.

Désormais, l'article L431-7-3-II permet de mettre en place des garanties *sui generis*, dépourvues de tout formalisme à la constitution, sur des actifs beaucoup plus diversifiés, tout en leur permettant de bénéficier d'une protection totale en cas de mise en redressement judiciaire du constituant. Cela permet notamment de faire des garanties translatives de propriété sur des effets sans passer par le formalisme de la mobilisation Dailly et de protéger ces garanties, tout comme le gage-espèces et le réméré, contre les conséquences d'une faillite. Cela permet aussi de remettre à titre de sûreté des instruments financiers, des TCN, effets, créances et contrats, soit un champ beaucoup plus large que le gage CIF, tout en étant dispensé du recours à la constitution d'un compte spécial ou du « *ear-marking* ».

La seule condition imposée par le troisième paragraphe de l'article L431-7-3 II est que l'identification des biens et droits en cause, le transfert, la dépossession

³¹ En excluant cependant celles visées par l'article L531-2-2 (c) à (i) du Comofi

du constituant ou le contrôle par le bénéficiaire puisse être attestés par écrit. Cet écrit peut être électronique depuis la réforme de l'article 1316 du Code civil, de sorte qu'une simple traçabilité sur la piste numérique suffira pour répondre à cette exigence.

Néanmoins, ces garanties *sui generis* sont soumises à une limite : elles ne peuvent être utilisées qu'entre les personnes visées aux 2° et 3° du I de l'article L431-7, à savoir les institutions publiques et réglementées à l'exception de celles visées aux points (c) à (i) du 2° de l'article L531-2 du Comofi.

Article L431-7-3-III : la possibilité de réutilisation pour les garanties effectuées à titre de sûreté (ou « re-use »)

Il s'agit de la touche finale de l'édifice, celle qui permet de compléter l'espace entre les garanties à titre de sûreté et les garanties translatives de propriété. Cette disposition permet, pour le bénéficiaire d'une garantie transmise à titre de sûreté, de bénéficier des mêmes effets que si elles lui avaient été remises dans le cadre d'une garantie translatrice de propriété. La seule condition mise à la charge du bénéficiaire est de les restituer, pour le même montant lorsqu'il s'agit d'espèces, ou à l'identique lorsqu'il s'agit d'instruments financiers, d'effets, de créances ou de contrats.

Cette disposition s'applique aussi bien aux sûretés nommées (le gage CIF, le gage commercial, voire le gage civil) qu'aux sûretés *sui generis*. En conséquence, en ce qui concerne les sûretés nommées, la possibilité de réutilisation bénéficie aux institutions non réglementées, lorsqu'elles agissent dans le cadre du I de l'article L431-7, c'est-à-dire avec une institution réglementée pour contrepartie.

Article L431-7-3-IV : la compensation globale « universelle » englobe les garanties

Cette disposition ne change pas le régime antérieur, mais montre plus clairement que la compensation globale universelle des dettes et créances nées des opérations financières sous-jacentes (cf. articles L431-7-II et III *supra*) s'étend aux garanties constituées sur la base de celles-ci.

Article L431-7-5 : les garanties financières obéissent à la *lex rei sitae*

Cette solution est la transposition directe de l'article 9 de la directive sur les garanties financières. Elle ne tient pas compte de la Convention de La Haye qui propose une solution de conflit différente, mais qui n'a encore été ratifiée ni par la France, ni par l'Union européenne. Cette solution est identique à la *lex rei sitae* déjà organisée par l'article L330-2 pour les garanties constituées dans le cadre de systèmes de paiement.

En même temps, cette solution vaut reconnaissance des procédés de garanties financières constituées sur le fondement d'un droit étranger, dès lors qu'elles entrent dans le champ *ratione materiae* et *ratione personae* de l'article L431-7-3. Cette *lex rei sitae* ne se limite pas uniquement aux États membres de l'EEE : elle est de portée universelle, ainsi que le prévoit l'article 9 de la directive.

Article L431-7-5 : la protection des garanties est étendue aux droits de la faillite étrangers

Cette disposition, partiellement redondante avec celle déjà contenue à l'article L431-7-3-I, est le pendant exact de l'article L431-7-2 relatif à la protection de la compensation globale universelle.

3.2.3. Les autres modifications introduites par l'ordonnance du 24 février 2005

La transposition de la directive sur les garanties financières ne pouvait pas ne pas affecter les droits hérités d'autres dispositions du Comofi. Trois autres articles ont été modifiés en conséquence, afin d'assurer un rééquilibrage entre les garanties financières

L'article L141-4 du Comofi, deuxième alinéa, relatif à la protection des garanties constituées au profit des banques centrales des États membres de l'Eurosystème, est modifié de manière à étendre cette protection non seulement aux faillites, mais aussi aux procédures civiles d'exécution, à l'instar de ce que prévoient les articles L431-7-II et III et L431-7-3-IV pour la compensation des obligations financières sous-jacentes et pour les garanties.

L'article L330-2 relatif aux garanties constituées dans le cadre de systèmes de paiements est modifié afin d'ajuster le niveau de protection des garanties constituées à l'intérieur de ces systèmes avec le nouveau dispositif des garanties financières introduit par l'article L431-7. L'article L330-2 se réfère désormais aux garanties constituées sous le régime de l'article L431-7, de sorte que le niveau de sécurité juridique des garanties financières est identique, qu'il soit effectué hors système ou à l'intérieur d'un système. Les systèmes de paiement conservent néanmoins une plus grande sécurité pour les opérations sous-jacentes (en l'occurrence les ordres de paiement), lesquelles bénéficient non seulement de la possibilité de compensation avec déchéance du terme, mais d'une totale protection contre les annulations rétroactives au titre de la règle du zéro heure et de la période suspecte.

L'article L431-4 sur le gage CIF est lui-même modifié afin de résoudre deux points d'interprétation :

- Le nouveau texte confirme expressément que bénéficient du régime du gage, non seulement les titres inscrits dans le compte gagé, mais également ceux qui y sont inscrits postérieurement en garantie de la créance initiale. Il confirme ainsi le droit de substitution du constituant, exigé par ailleurs par l'article 8.3.b) de la directive. Ce droit de substitution est affirmé au niveau du gage CIF et non au niveau des dispositions relatives aux garanties *sui generis* de l'article L431-7-3, car la liberté contractuelle offerte par cet article permet d'organiser un tel droit de substitution, alors que dans le contrat nommé qu'est le gage CIF, un tel droit devait faire l'objet d'une disposition expresse.

- Le nouveau texte introduit par ailleurs le régime des fruits et produits des instruments financiers gagés lorsqu'ils sont en forme nominative et conservés par l'émetteur.

La transposition de la directive sur les garanties financières par l'ordonnance du 24 février 2005 avait été pour une bonne part anticipée par la loi NRE du 15 mai 2001 et par la loi LSF du 1^{er} août 2003. Ces deux textes avaient permis d'élargir progressivement les dispositions dérogatoires du droit commun de la compensation multilatérale, dans un premier temps aux opérations sur instruments financiers effectuées dans le cadre d'une même convention cadres (*close out netting*), puis dans le cadre de plusieurs conventions cadres (*global netting*), avec des modulations différentes selon que la compensation implique uniquement des entités publiques ou réglementées ou également d'autres personnes. Aujourd'hui, cette ultime modification organise ce que l'on pourrait appeler une compensation globale universelle, affranchie de la contrainte des conventions-cadres et s'étendant à toutes les obligations financières, y compris les garanties constituées sur celles-ci, en maintenant cependant, conformément au cadre mis en place par la directive, une distinction entre les entités publiques et réglementées, et les autres.

Parallèlement, la transposition de la directive sur les garanties financières, crée un droit autonome des garanties financières qui se superpose au droit des garanties classiques, y compris celles qui sont prévues dans le Comofi. L'émergence de ce droit autonome ne date pas de l'ordonnance. Il avait déjà été esquissé par l'apparition ça et là de nombreuses clauses prévoyant la protection des garanties vis-à-vis du droit de la faillite, soit par un renvoi aux règles de compensation globale prévues par l'ancien l'article L431-7 (cf. article L431-6 sur le prêt de titres et L4731-12 sur la pension livrée) soit par la technique de la « bulle juridique » initiée par les articles L330-1 et L330-2 sur les systèmes de paiement. Cette bulle s'est désormais élargie au droit des garanties financières et au droit des obligations financières. La technique n'est d'ailleurs pas si nouvelle, puisque les décrets-lois de 1935 recouraient également, avec le principe d'inopposabilité des exceptions sur les chèques et les effets de commerce, à une technique de protection analogue. L'avenir nous dira si la pratique juridique française tirera pleinement profit des nouvelles opportunités offertes par la protection des contrats de garantie *sui generis* et le droit d'utilisation, ou si celle-ci se limitera à la seule reconnaissance par le juge français des opérations analogues constituées sous un droit étranger.